



**Le contenu informatif des états financiers annuels
définitifs : étude empirique sur les rendements boursiers
Volume de transaction et fourchette de prix**

Bouaicha Rim

► **To cite this version:**

Bouaicha Rim. Le contenu informatif des états financiers annuels définitifs : étude empirique sur les rendements boursiers Volume de transaction et fourchette de prix. Crises et nouvelles problématiques de la Valeur, May 2010, Nice, France. pp.CD-ROM. hal-00481098

HAL Id: hal-00481098

<https://hal.science/hal-00481098>

Submitted on 5 May 2010

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

Le contenu informatif des états financiers annuels définitifs : étude empirique sur les rendements boursiers Volume de transaction et fourchette de prix

Bouaicha Rim

Doctorante en comptabilité

Corporate Finance and Financial Theory (COFFIT)

Faculté des Sciences Economiques et de Gestion de Sfax

Bouaicharim@yahoo.fr

Résumé : Cette étude est organisée en vue d'examiner la pertinence des états financiers annuels définitifs pour le marché boursier Tunisien. Notre étude est menée auprès d'un échantillon de firmes opérant sur la Bourse de Valeurs Mobilières de Tunis. Pour atteindre notre but, nous avons fait recours à la technique des études événementielles. La réaction du marché est détectée par l'analyse du comportement de trois variables à savoir les rendements boursiers, volume de transaction et fourchette de prix.

A partir d'un échantillon de 113 entreprises Tunisiennes non financières cotées sur une période de 4 ans, nous avons montré que le marché boursier Tunisien n'est pas efficient sous la forme semi forte. Les résultats montrent aussi que les informations contenues au niveau des états financiers annuels définitifs sont utiles pour l'investisseur tunisien dans la mesure où elles suscitent une réaction du marché.

Mots clés : contenu informatif des états financiers annuels, efficience des marchés, pertinence de l'information comptable, modèle du marché, rendements boursiers, volume de transaction, fourchette de prix

Domaine : comptabilité-contrôle et audit.

The informational content of annual financials statements: an empirical study on returns, trading and bid –ask spread

Abstract: this study survey the value relevance of financial statement on Tunisian stock exchange. Our research is based on a sample of 113 non financial Tunisian 'S listed firms over a period from 2000to 2004. The market reaction is detected with survey the comportment of three variables, returns, trading and bid –ask spread.

The results prove that, the Tunisian Stock Exchange is not efficient. Also, an abnormal reaction is detected of the tree variables on the announcement of financial statements; demonstrate, in fact, the value relevance of the information content in the financial statement to the Tunisian investor.

Key Words: informational content of financial statement, value relevance of accounting information, market model, abnormal returns, trading, bid-ask spread.

1. Introduction

La recherche comptable était de nature normative, qui consiste à déterminer le fondement théorique des méthodes comptable sans s'intéresser à la vérification empirique des propositions théoriques développées. C'est avec l'introduction et le développement de l'approche positive qui repose sur l'assertion suivante « aucune proposition théorique ne peut se déclarer valable que si elle se soumet à un processus de vérification empirique », que la recherche comptable a vécu une révolution et que certains chercheurs à l'occurrence de **Beaver (1968)** et **Ball et Brown (1968)** qui ont vérifié empiriquement la réaction du marché à l'annonce des données comptables (résultats annuels).

Ce nouveau courant de recherche développé vers la fin des années soixante, reconnu sous le nom de « recherches comptables axées sur les marchés financiers », étudie l'impact de publication des informations comptables (résultat annuel, états financiers, bénéfice par action..) sur la prise de décision des investisseurs.

En fait, si l'information comptable est utile aux investisseurs, elle doit lorsqu'elle est rendue public, avoir un impact sur l'évolution des cours boursiers, volumes des transactions et fourchette de prix.

Si on suppose qu'avant la publication de donnée comptable, l'information de différents acteurs du marché est hétérogène, son arrivée doit avoir des conséquences différentes pour chacun. Certains seront amenés à réviser, d'autres non, leurs anticipations initiales.

Ainsi, des transactions devraient se nouer entre les différents acteurs et les prix devraient changer. La vérification de cette hypothèse a donné lieu à des études empiriques, principalement aux Etats-Unis

Dans le contexte Tunisien, étudier la pertinence de l'information comptable pour le marché boursier est liée à deux motivations :

- La première relative au développement du marché financier Tunisien :

Ce dernier a connu de profondes réformes visant la réorganisation de la BVMT et la mise en place d'un système financier capable de canaliser l'épargne des citoyens vers les entreprises.

Ces dernières sont appelées à moderniser leur appareil productif et à attirer plus d'investisseurs pour faire face aux défis économiques imposés par le mouvement d'internationalisation et d'ouverture sur les marchés extérieurs.

- la deuxième motivation est relative à la réforme comptable :

Les exigences réglementaires édictées par les autorités boursières en matières d'informations comptables et financières, l'instauration d'un système comptable pour les entreprises et l'alignement des normes comptables Tunisienne avec les normes internationales (IASB), font de l'information le maître mot de la réforme des obligations comptables et l'essor essentiel des utilisateurs de cette information.

Dans ce contexte et dans le but d'évaluer le contenu informatif des EFAD publiés par les sociétés admises à la cote en bourse, que s'inscrit la présente recherche qui essaye de répondre à la problématique suivante :

Les états financiers annuels définitifs ont-ils un contenu informatif additionnel permettant aux investisseurs une meilleure appréciation des perspectives d'avenir de l'entreprise et l'évaluation de ses titres ?

Pour ce faire, nous organisons notre étude comme suit. Dans la deuxième section, nous présentons le cadre théorique et les hypothèses de la recherche. La troisième section traite les aspects méthodologiques. La quatrième section présente les résultats issus des tests statistiques ainsi que leurs interprétations pour achever ce travail par la conclusion.

2. CADRE THEORIQUE ET HYPOTHESES DE RECHERCHE :

Bien que « l'utilité de l'information comptable » constitue un concept qui est difficile à cerner, elle a constitué un centre de préoccupation pour plusieurs chercheurs depuis les années soixante. Le fondement théorique de ce courant de recherche est que la divulgation des informations comptables pertinentes doit amener les investisseurs à réviser et à corriger leurs anticipations, ceci se traduit par une réaction anormale du marché.

Cette panoplie de recherche qui étudie la réaction des investisseurs trouve les fondements théoriques au niveau de la théorie de l'efficacité de marché et de l'approche positive de la pertinence de l'information comptable.

2.1 La théorie d'efficacité des marchés :

Les recherches menées dans le cadre de l'hypothèse des marchés efficients (**HME**) portent sur l'information comptable et son effet global sur les investisseurs.

Fama (1970) stipule que : « dans un marché efficient toute information est répercutée complètement et instantanément dans les prix ». Par conséquent, un investisseur pour lequel le marché est accessible ne peut tirer profit, ni réaliser un rendement anormal sur la base des informations publiquement connues et seules les informations non anticipées peuvent affecter les caractéristiques des titres.

D'autre part, selon **Dumontier (2000)** l'efficacité des marchés financiers peut être remise en cause si l'information disponible n'est pas immédiatement et complètement intégrée dans les cours, s'il est possible de réaliser des profits indus au moyen d'une stratégie d'investissement basée sur l'information disponible, si l'interprétation de l'information n'est pas pertinente.

Par conséquent un marché est qualifié d'efficient si la publication amène les investisseurs à réviser leurs anticipations et à modifier la composition de leurs portefeuilles d'actifs, que les investisseurs sont capables d'interpréter correctement les événements comptables sans tenir compte des modalités de présentations de ces états et enfin il ne doit pas être possible de définir au moyen de la seule information disponible des stratégies d'investissements susceptibles de produire des profits supérieurs à ceux qu'il est légitime d'attendre.

Le trait attirant du maintien de l'hypothèse d'efficacité du marché c'est qu'elle facilite souvent la spécification de la relation entre l'information comptable et son effet sur le marché et particulièrement son effet sur les anticipations des investisseurs. Une donnée comptable possède un contenu informatif si elle entraîne un changement au niveau des anticipations des investisseurs. Ce changement se manifeste par une modification dans les caractéristiques des titres.

En plus qu'elle constitue une assise théorique des recherches comptables centrées sur les marchés de capitaux, l'hypothèse de marché efficient ainsi que toutes les recherches effectuées dans ce domaine sont maintenant une partie intégrante de la réalité comptable et que les experts comptables devraient connaître cette hypothèse vue ses implications majeures sur les pratiques comptables et sur le processus de normalisation.

En fait, les recherches axées sur les marchés de capitaux constituent un guide pour les normalisateurs, c'est pour cela la profession doit poursuivre ses efforts de normalisation tout en tenant en considération l'hypothèse de marché efficient afin de présenter l'information pertinente pour les investisseurs.

En ce sens **Beaver (1972)** stipule que : « les méthodes qui sont fortement associées avec le prix des actions devraient être les méthodes rapportées dans les états financiers ». Ceci incite les normalisateurs d'aller au-delà de l'attitude traditionnelle qui consiste à accorder une confiance absolue aux états financiers et à porter plus d'attention à la façon de présenter l'information comptable.

2.2 L'approche positive de la pertinence de l'information comptable :

L'efficience semi- forte constitue le centre d'intérêt pour la recherche comptable dans la mesure où une partie importante de l'information publique provient de l'annonce des données comptables. Néanmoins, les résultats des tests des études d'évènements ont comme finalité de déterminer si les prix s'ajustent rapidement aux diverses informations rendues publiques, tendant à confirmer ainsi l'efficience du marché efficient et l'utilité de l'information comptable publiée.

En ce sens, **Levasseur (1997)** suggère « une manière d'apprécier la pertinence de cette information comptable est d'analyser en profondeur les réactions des marchés financiers lors de sa publication »

En effet, les études axées sur les marchés de capitaux fournissent des tests indirects sur l'utilité de l'information comptable dans la mesure où les chercheurs n'analysent pas directement comment les investisseurs développent les données comptables mais il se concentrent sur l'examen de la réaction du marché financier induit par l'annonce des données comptables.

Plus spécifiquement, lors d'une étude qui s'intéresse à l'examen de la réaction du marché financier autour des dates de publications des informations comptables et que les résultats montrent que le marché ne réagit pas dans la mesure où ce dernier a correctement anticipé ces informations ; deux conclusions sont possibles, soit que les résultats sont bien conformes à l'hypothèse d'efficience semi-forte du marché et que les cours intègrent toute l'information publique disponible, soit penser à l'inutilité de ces informations comptables publiées et que ces dernières ne présentent aucun contenu informatif.

2.3 Hypothèses de recherche :

Une donnée comptable a un contenu informatif si lorsqu'elle est rendue publique elle entraîne une modification des attentes des investisseurs matérialisées par un ajustement de leurs portefeuilles. Partant de cette assertion, plusieurs études ont été menées afin de tester conjointement le test d'efficience des marchés et la pertinence de l'information comptable.

Les travaux pionniers en ce domaine remontent à Beaver (1968) et Ball et Brown (1968), développés en opposition des critiques avancées quant à la pertinence des données comptables (dans ce cas le bénéfice annuel) et son contenu informatif mineur. Leurs conclusions affirment l'utilité du résultat annuel et montrent que cette donnée est une information ciblée dans la mesure où elle permet de fournir des informations sur les perspectives relatives aux flux monétaires de l'entreprise.

A l'instar de ces études, d'autres recherches (Oppong (1980) ; Desrochers (1991) ; Martinez (1996)) ont été menées sur d'autres marchés boursiers, confirmant ainsi l'existence d'une relation entre l'information comptable publiée (bénéfice annuel, bénéfice par action, rapports annuels) et le comportement des rendements boursiers.

Ces recherches se sont limitées à l'analyse du comportement des cours boursiers pour mesurer la réaction du marché.

Des rendements anormaux sont calculés par différence entre les rendements observés lors de l'annonce de l'information comptable et les rendements attendus.

Ensuite, pour chaque jour de la date d'évènement, les moyennes de rendements anormaux (RAM) sont calculées. Afin de suivre l'impact de l'évènement étudié au cours du temps, les rendements moyens ainsi calculés sont ensuite cumulés sur la période d'évènement (RAMC).

Des rendements moyens et cumulés différents de zéro impliquent que les données comptables divulguées ont un contenu informatif dans la mesure où elles permettent de fournir des informations sur les perspectives relatives aux flux monétaires de l'entreprise.

D'où les hypothèses relatives aux rendements boursiers :

Hypothèses nulles :

$$H_{10} = RAM_t = 0$$

$$H'_{10} = RAMC = 0$$

Hypothèses alternatives :

$$H_{11} = RAM_t \neq 0$$

$$H'_{11} = RAMC_t \neq 0$$

A ce stade, les études mentionnées se sont intéressées uniquement à l'analyse des rendements anormaux des titres au tour de la date de publication.

L'absence de fondement théorique pour les études relatives au volume de transaction, a mené ces études à reprendre les méthodologies des études se basant sur la réaction des cours. Ceci a laissé certains chercheurs penser que le prix et le volume de transactions sont deux mesures similaires de la réaction du marché. Toutefois, le modèle proposé par Kim et Verrechia (1991) et les validations empiriques apportées au modèle par Atiase et Bamber (1994) et Bamber et Cheon (1995) montrent qu'une réaction du cours n'implique pas nécessairement une réaction analogue en terme de volume de transactions.

Le modèle de **Kim et Verrechia (1991)** prévoit qu'avant l'annonce d'un événement comptable, chaque investisseur forme son portefeuille en se basant sur d'autres sources d'informations. Une fois l'information est rendue publique tous les investisseurs révisent leurs attentes. Ces révisions sont différentes d'un investisseur à l'autre suivant la qualité de l'information détenue par l'investisseur avant la publication de donnée comptable (résultat annuel ; états financiers annuels).

Ces auteurs prévoient qu'une réaction du marché en terme de variation au niveau des prix et de volume de transactions existe, s'il y a en moyenne un changement dans les attentes du marché. Ils considèrent aussi que l'évolution du volume de transaction dépend de niveau d'asymétrie d'information

En fait, dans leur modèle, Kim et Verrechia (1991) considèrent que c'est la qualité de l'information détenue par chaque investisseur est à l'origine de l'existence d'asymétrie d'information et par suite un changement dans le volume de transaction, étant donné l'accès égal à l'information publique pour tous les investisseurs. En se basant sur ce raisonnement, les investisseurs mieux informés vont moyennement réviser leurs attentes comparativement aux investisseurs moins informés, qui vont changer considérablement leurs attentes ; ceci entraînera un ajustement des cours et du volume. Cependant, si les attentes des investisseurs sont homogènes, si l'évènement a une valeur informationnelle, les deux groupes changent leurs attentes dans la même direction ce qui entraîne une modification des cours mais aucune transaction ne se produit.

A travers leur modèle Kim et Verrechia (1991), ont pu mettre en évidence la différence entre les deux mesures « prix, volumes », ils ont conclu que le volume de transaction est proportionnel au changement du prix et aussi au niveau d'asymétrie d'information.

Dans le but, d'étendre le modèle théorique développé par Kim et Verrechia(1991), Atiase et Bamber (1994) ont procédé à la vérification empirique du modèle. Ils procèdent à une analyse multivariée en régressant une mesure du volume de transaction (3 mesures différentes de volume de transactions ont été utilisées) à une mesure de prix et au niveau d'asymétrie d'information, à l'annonce des bénéfices annuels.

Les résultats montrent que le volume de transaction est une fonction croissante de la divergence des révisions des attentes des investisseurs indépendamment de l'ampleur de la réaction du prix. Ces résultats trouvés supportent la proposition théorique tel que développée par Kim et Verrechia (1991).

En se basant sur les résultats de Atiase et Bamber (1994), Bamber et Cheon (1995) prévoient que les annonces des bénéfices peuvent induire des effets différents sur les prix et le volume de transactions, ceci est du en fait qu'une telle annonce peut communiquer des bonnes nouvelles pour certains investisseurs mais des mauvaises nouvelles pour d'autres.

Pour valider leurs suggestions, les auteurs procèdent en premier lieu par la détermination des annonces qui suscitent des réactions d'importance contradictoires de prix et de volume. Les résultats trouvés supportent les suggestions des auteurs, du fait que les annonces des bénéfices produisent un haut volume de transaction et une faible réaction du prix et par suite les annonces ne suscitent pas toujours des réactions d'amplitude similaire de prix et de volume, ce qui rend nécessaire l'analyse du comportement aussi bien des cours boursiers et de volume de transactions, étant donné qu'une absence de réaction au niveau des cours boursiers ne permet pas de se prononcé quant l'inutilité de l'information publiée.

Dés lors une analyse plus complète de réaction du marché doit étudier à la fois le comportement des cours et volume de transaction. La première étude fut à Beaver (1968) qui a étudié l'association entre le comportement du volume de transaction et le contenu informatif des données comptables. L'hypothèse généralement testée est l'augmentation de volume de transaction autour de la date d'évènement.

Depuis le travail de Beaver (1968), plusieurs études (Morse (1981) ;Firth (1981) ; Cready et Mynatt (1991) ;Chang(2000), ont analysé le contenu informatif des données comptables publiées en analysant à la fois le comportement des cours et volume de transaction.

L'hypothèse testée est l'augmentation du volume de transaction autour de la date de publication des données comptables.

Hypothèses nulles :

$$H_{20} = VAM_t \leq 0$$

$$H'_{20} = VAMC_t \leq 0$$

Hypothèses alternatives :

$$H_{21} = VAM_t > 0$$

$$H'_{21} = VAMC_t > 0$$

Traditionnellement, les chercheurs se limitaient à une définition générale des marchés financiers selon laquelle le mécanisme de détermination des prix résulte entre les agents à besoin de financement (vendeurs des titres) et les agents à capacité de financement (acheteurs). Ainsi, selon cette définition on supposait que la formation des prix se faisait dans un marché parfait et

qu'elle était indépendante de l'effet des facteurs suivants : les coûts des transactions ; le comportement des opérateurs sur le marché ; les règles d'échange ainsi que la manière par laquelle les ordres sont transmis.

Toutefois ces éléments, regroupés sous le vocable de microstructure s'avèrent être des variables ayant une influence sur la formation des prix. De là, un intérêt particulier apparaît depuis une vingtaine d'années pour l'étude de la microstructure des marchés financiers, qui constitue une extension de la théorie d'efficience des marchés (Mahoney 2000), et qui analyse comment des mécanismes spécifiques d'échange affectent le processus de formation des prix en présence de frictions qui conduisent à une fourchette de prix.

Etant donné la composante asymétrie d'information de la fourchette de prix, un nombre d'études (Acker et al 2002, Libby et al 2002, Louhichi 2004) ont cherché à mieux comprendre comment la divulgation comptable des firmes affecte la fourchette de prix, cette composante peut servir comme une mesure du contenu informatif de ces publications.

En fait, la fourchette prix permet de tester le changement de l'asymétrie d'information lors de la publication des EFAD, puisque tout changement de l'asymétrie d'information entraînera un changement du « Bid –Ask Spread ». Par conséquent, tout accroissement de l'asymétrie d'information aura comme conséquence l'élargissement de la fourchette, par contre lorsque l'asymétrie d'information décroît le « Bid –Ask Spread » baisse.

Dés lors, des EFAD ayant un contenu informatif additionnel permettent de réduire le degré d'asymétrie d'information entre les différents investisseurs, d'où les hypothèses suivantes

Hypothèses nulles :

$$H_{30} = PBASA_t = 0$$

$$H'_{30} = PBASAC_t = 0$$

Hypothèses alternatives :

$$H_{31} = PBASA_t < 0$$

$$H'_{31} = PBASAC_t < 0$$

3. Méthodologie de l'étude :

La méthodologie utilisée par les études d'évènement relative au comportement du marché financier autour de la date de publication des données comptables, est une méthodologie empruntée aux recherches en finance, à savoir les études d'évènement.

La technique des études d'évènement est devenue très utilisée, grâce à une évolution qui a marqué, d'une part l'objectif poursuivi par cette technique qui est passée de la simple appréciation de la vitesse d'ajustement des prix à l'évaluation et à la quantification de la réaction des cours, d'autre part son champ d'application a évolué pour englober plusieurs types d'évènements.

Dans la présente étude nous poursuivons la même méthodologie qui peut être résumée en 4 étapes :

1er étape : Définition des paramètres de l'étude à savoir la date d'évènement, la période d'évènement et la période d'estimation.

2ème étape : l'analyse descriptive de l'échantillon et des données servies pour cette étude.

3ème étape : la définition du modèle, des mesures de réaction du marché

L'identification d'un ou plusieurs modèles permettant d'établir une norme qui présente les valeurs attendus (rentabilité, volume de transaction et fourchette de prix) en absence de l'événement étudié, ainsi que le calcul des rentabilités, volumes de transaction et fourchette de prix anormaux par la différence entre leurs valeurs effectivement constatées le jour de l'événement et celles attendues pour chaque titre sur la période qui entoure la date d'événement.

4ème étape : définition des tests statistiques.

3.1 Définition des paramètres de l'étude :

Avant de procéder à l'analyse de l'impact de la publication des états financiers annuels sur le marché financier, il est primordial de bien définir les paramètres sur lesquels se base la recherche.

Nous nous intéressons dans notre étude à l'analyse du comportement du marché financier autour de la date de publication des états financiers annuels définitif, par conséquent l'événement étudié correspond à la publication des états financiers annuels (EFAD). La réaction du marché sera examinée par rapport à la publication de ces états financiers pour chacun des exercices comptables de la période (2000-2003).

Dés lors, il convient dans un premier temps d'identifier la date qui correspond à cet événement ainsi que les périodes qui seront retenues pour l'observation et l'estimation des paramètres du modèle.

▪ date d'évènement :

« Théoriquement, est considérée comme date d'événement la date à laquelle l'information concernant celui ci est devenu et rendue publique. En pratique, on assimile cette date à celle de la première annonce émanant d'une source publique d'information. » GRAR (1997)

Le recours à la législation Tunisienne en matière de communication financière des entreprises cotées (**Article 42 de l'arrêté de Ministre de finance du 17 novembre 2000 portant visa du règlement du conseil du conseil du marché financier relatif à l'appel public à l'épargne**) nous permet de retenir comme date d'événement ($t=0$) la date de publication des états financiers annuels au bulletin officiel du conseil du marché financier.

▪ période d'évènement :

Appelée aussi période d'observation, est considérée comme une période d'asymétrie d'information durant laquelle les investisseurs peuvent chercher des informations privilégiées. Durant cette période, des comportements anormaux des investisseurs sont supposés se produire, c'est pour cela cette période est centrée autour de la date d'événement afin de permettre la détection des tendances avant, pendant et après l'événement étudié.

En effet, l'impact d'un événement quelconque ne s'examine pas seulement le jour de son annonce, mais durant une période qui l'entoure. Ainsi, il se peut que le marché réagisse à l'événement, avant son annonce en anticipant son contenu ou bien il réagit de façon tardive quelques jours après l'annonce. Se pose ainsi le problème de choix de cette période, une période trop courte autour de la date de l'événement est de nature de sous évaluer son impact dans la mesure ou certaines réaction tardives ne seront pas prises en compte, alors qu'une trop longue période risque de surévaluer la réaction du marché.

Généralement, pour les études travaillant sur des données quotidiennes la période d'événement choisie par les chercheurs varie entre 10 et 40 jours autour de la date d'événement, cette période varie entre 8 et 16 semaines pour les études travaillant sur des données hebdomadaires.

Pour notre étude, on a retenu comme période d'événement 30 jours entourant la date de publication, soit 31 jours boursiers (15 jours avant et 15 jours après).

▪ période d'estimation:

Cette période qui servira de référence pour l'estimation des paramètres du modèle de l'étude, est considérée comme une période normale pendant laquelle il est peu probable que les investisseurs réagissent à n'importe quel événement.

Pour calculer les paramètres de notre modèle, nous avons retenu comme période d'estimation 50 jours boursiers de part et d'autre de la période d'événement, soit un total de 100 jours boursiers.

3.2 Analyse descriptive des données :

Notre étude porte sur la publication des états financiers annuels définitifs pour une période de 4 ans soit de 2000-2003 inclusivement. Le choix de cette période est justifié principalement par l'entrée en vigueur de l'arrêté du 17 novembre 2000 modifiant ainsi les règles régissant l'information périodique relative aux sociétés cotées à la bourse de valeur mobilière de Tunis.

(B V M T) en appliquant l'article 42 de la dite loi.

L'échantillon comprend toutes les sociétés cotées à la cote permanente de la B V M T.

Pour collecter les données nécessaires à notre étude, nous avons fait recours à plusieurs sources. En fait, les dates de publication des états financiers annuels définitifs (E F A D) ont été fournies auprès du service statistique du conseil du marché financier (C M F).

Concernant les données relatives aux cours boursiers, au nombre des actions émises, aux indices généraux du marché financier, aux prix offerts et demandés, ils sont fournis par le service statistique de la B V M T.

Pour que les firmes soient incluses dans l'échantillon, elles doivent satisfaire aux critères de sélection suivante :

- tout d'abord, les firmes doivent être comprises dans la base de donnée tenue par la B V M T afin d'avoir des informations nécessaires à notre étude.
- En outre, les cours quotidiens, les indices généraux du marché financier, volume de transaction et prix offerts et demandés doivent être disponible pour calculer les comportements anormaux.
- Enfin, les dates de publication des EFAD doivent être disponible.

Le respect de ces critères de sélection a réduit notre échantillon à 113 entreprises pour le cas des rendements boursiers et volume de transaction et à 96 entreprises pour l'étude de la fourchette de prix à la publication des EFAD, dont le détail est ci dessous explicité.

**Distributions des publications annuelles par exercice comptable pour
les rendements Boursiers et volume de transaction**

<u>Exercices</u>	<u>Echantillon Preliminaire</u>	<u>Echantillon Définitif</u>
2000	30	25
2001	30	26
2002	32	31
2003	32	31
<u>TOTAL</u>	<u>124</u>	<u>113</u>

**Distributions des publications annuelles par exercice comptable pour
Les fourchettes de prix**

<u>Exercices</u>	<u>Echantillon Preliminaire</u>	<u>Echantillon Définitif</u>
2000	24	24
2001	24	24
2002	24	24
2003	24	24
<u>TOTAL</u>	<u>96</u>	<u>96</u>

3.3 Définition du modèle, des mesures de réaction du marché :

Pour mesurer la réaction du marché suite à la publication d'une nouvelle (les états financiers annuels définitifs EFAD), il convient de constater des comportements anormaux du marché autour de la date de publication. Or un comportement n'est qualifié d'anormal que par rapport à une norme, cette dernière représente la rentabilité espérée en absence de l'événement étudié.

Le choix de ce modèle constitue une tâche importante, vue la spécificité des modèles existants et par suite leurs implications sur les résultats.

Au niveau de notre étude nous ferons recours au modèle le plus fréquemment utilisé dans les études événementielles à savoir : le modèle de marché, pour calculer aussi bien les rendements boursiers et volume de transaction. (**Tableau 1**)

Ce modèle (modèle de marché) est le modèle le plus populaire pour décrire la relation entre la rentabilité et le risque d'un investissement en valeurs mobilières.

L'idée sous jacente à ce modèle est que les fluctuations du rendement d'un titre peuvent être attribuées à deux types de facteurs :

- facteurs communs qui affectent l'ensemble du marché, ainsi le rendement d'un titre est corrélé avec le rendement du marché. Le degré de cette corrélation est mesuré par un coefficient de corrélation. (β)
- Facteurs spécifiques liés aux fluctuations propres du titre mesurés par le coefficient (α).

Le calcul des rendements attendus par l'utilisation du modèle du marché se fait en deux étapes :

- sur la période d'estimation, on régresse le rendement de chaque titre (i) par rapport aux rendements du portefeuille du marché afin d'estimer par la méthode des moindres carrés ordinaires (MCO) les paramètres du modèle.
- sur la période d'événement, on calcule les rendements attendus ou encore rendement normaux

Pour la norme relative à la fourchette de prix, nous avons fait recours à la mesure de fourchette tel que affichée par le teneur du marché.

En fait, Sur un marché gouverné par les ordres, caractérisé par la confrontation directe des ordres d'achat et de vente, la liquidité sur ce marché n'est pas assurée par les teneurs du marché désignés mais par les ordres à cours limité placés par les investisseurs. En fait, les seuls intermédiaires du marché sont les courtiers dont le rôle est limité à la transmission des ordres de leurs clients.

Sur ce type du marché, la fourchette affichée à un instant donné est l'écart entre les deux meilleures limites du carnet d'ordre et par suite elle est directement observable.

Les études portant sur l'analyse du comportement de la fourchette autour de la date d'annonce des données comptables ont adapté cette mesure (Moorse et Ushman 1983) ; Chiang et Venkatesh (1986) ; Louhichi (2004) ; Affleck-Graves, Hegde et Miller (1994) (**tableau 1**).

Une fois, qu'on a défini les normes relatives aux trois variables, nous définissons les mesures de réaction. Ces dernières permettent de se prononcer sur la réaction du marché à l'évènement publié (EFAD). Elles sont calculées par différence, durant la période d'évènement, entre les rendements (volumes, fourchettes) observés et ceux attendus. Cette différence est appelée rendement (volume, fourchette) anormal. (**tableau1**)

Etant donné, que le calcul de la rentabilité (volume, fourchette) anormale de chaque titre (i) de l'échantillon nous ne permet pas de conclure sur la réaction du marché, il convient de faire des agrégations.

Au niveau de notre étude nous utilisons la méthode du rendement (volume, fourchette) anormal moyen qui consiste à calculer à chaque date de la période d'évènement la moyenne des rentabilités (volumes, fourchettes) anormales des titres individuels qui compose l'échantillon (**tableau 1**)

En outre et afin de suivre l'impact de l'évènement étudié au cours du temps, les rendements (volumes, fourchettes) anormaux moyens ainsi obtenu sont ensuite cumulés sur la période d'évènement. (**Tableau 1**)

Une fois qu'on a fixé les normes et les mesures de réaction, il est primordial de définir les tests statistiques appropriés, qui constituent la dernière étape de la méthodologie des études événementielles.

3.3 Définition des tests statistiques :

Les tests statistiques (paramétriques) effectués dans la dernière étape d'une étude d'événement permettent de se prononcer si les rentabilités, volume et fourchette anormaux moyens et cumulé sont statistiquement différent de zéro.

En fait, la plupart des études événementielles utilisent le test de student, or un test paramétrique nécessite la vérification d'un certains nombres d'hypothèses quant aux distributions de probabilité des taux de rendements. On suppose, en effet, que les rentabilités anormales suivent une loi normale, sont indépendantes et identiquement distribuées dans le temps et par entreprise. Sous ces conditions, le test de student permet de juger si les réactions du marché à la publication des EFAD sont statistiquement significatives.

La statistique de student noté T_1 est donnée par :

$$T_1 = \frac{RAM_t}{\sigma(RAM)}$$

Avec,

$\sigma(RAM)$ = l'écart type estimé des rendements anormaux calculé de la façon suivante :

$$\sigma(RAM) = \sqrt{\frac{1}{99} \sum_{t \in PES} RAM_t^2 - \frac{1}{100} \left(\sum_{t \in PES} RAM_t \right)^2}$$

Pour tester les rendements (volume, fourchettes) anormaux cumulés, la statistique T est donnée par :

$$T_2 = \frac{RAMC_t}{\sigma(RAM) * \sqrt{T}}$$

Avec, T est le nombre de la période prise en compte dans le cumul avec $T \leq 31$ (nombre d'observation de la période d'événement).

Sous l'hypothèse de la normalité des rendements anormaux, T_1 et T_2 suivent la loi de student

4. Analyse des résultats :

S'agissant d'une étude pluriannuelle, nous présentons les résultats de la réaction du marché aux publications des EFAD pour chacun des exercices comptables de la période [2000-2003] et aussi la réaction globale aux annonces de quatre exercices à la fois.

4.1 Réaction du marché autour de la date de publication des EFAD : Analyse pluriannuelle

Les résultats sont présentés successivement pour chacun des exercices comptables dans les tableaux suivants pour les exercices 2000-2001-2002 et 2003

Exercice comptable	Résultats relatifs aux Rendements boursiers	Résultats relatifs au volume de transaction	Résultats relatifs aux fourchettes de prix
2000	<p>- Les RAM (-) et (S) à des dates éloignées de la date d'annonce t (-15) ; t (-13) et à la date effective de la publication (t=0).</p> <p>- Les RAMC sont (-) et (S) sur toute la période d'événement</p>	<p>- Des VAM (-) et (S) sont détectées, à des dates éloignées de la date de publication effective (t-12 ; t-8) et à t (-1).</p> <p>- Des VAM (-) et (S) sont détectés à des dates subséquentes à l'annonce (t+1 ; t+5 ; t+10).</p> <p>- Les VAMC à tendance négative mais non significative.</p>	<p>- les PBASAM sont à tendance (+) pour la période antérieure à la publication et (S) seulement à t (-4).</p> <p>- des PBASAM (+) et (S) à des dates subséquentes à l'annonce à t (+3); t (+9).</p> <p>- les PBASAMC sont (+) et significatifs (S).</p>
Variation	variation (-)	variation (-)	variation (+)
signification	significative (S)	non significative (NS)	significative (S)
validation des hypothèses	validation H11 ; H'11	validation H21; H'21	validation H31

Exercice comptable	Résultats relatifs aux Rendements boursiers	Résultats relatifs au volume de transaction	Résultats relatifs aux fourchettes de prix
2001	<p>- À t (-5) une réaction (+) et (s) des cours est détectée.</p> <p>- A la date t (+2) les RAM sont (-) et (S).</p> <p>- Les RAMC sont (+) et (S) à partir de t (-6).</p>	<p>- À la date t (-6); t (-4) une augmentation (S) du VT est détectée.</p> <p>- À la date t (+2) une augmentation (S) du volume de transaction est détectée.</p> <p>- les VAMC sont (+) et (S) à t (-14) et t (-10).</p>	<p>- À la date t (-13) une diminution significative de la FP est constatée.</p> <p>- Cette diminution persiste même après la divulgation, toutefois, elle est (S) seulement à t (+2).</p>
Variation	variation	variation (+)	variation (-)
signification	significative (S)	significative (S)	significative (S)

validation des hypothèses	validation H11 ; H'11	validation H21; H'21	validation H31
----------------------------------	--------------------------	-------------------------	----------------

Exercice comptable	Résultats relatifs aux Rendements boursiers	Résultats relatifs au volume de transaction	Résultats relatifs aux fourchettes de prix
2002	<p>-les RAM sont (+) et (S) à des dates éloignées de la date de Publication à t (-15) ; t (-14); t (-11).</p> <p>- Une réaction (-) et (S) est détectée aux dates t (+6); t (+7); t (+8).</p> <p>- RAMC (+) et (S) pour la période t (-14 ; +6)</p>	<p>-La seule augmentation (S) du VT constatée est à la Date t (-10).</p> <p>- A partir de cette date, les VAM deviennent (-) et (S) à t (+3) ; t (+7) et t (+8).</p> <p>-LES VAMC sont à tendance (-) mais (NS)</p>	<p>-La diminution de la FP commence à des dates éloignées et est (S) à t (-14) ; t (-6).</p> <p>-Les variations de la FP sont (-) à t (0), elles deviennent (S) à t (+1) t (+2); t (+3); t (+4).</p> <p>- les FPAMC à tendance (-) (NS)</p>
Variation	variation	variation (-)	variation (-)
signification	significative (S)	non significative (NS)	non significative (NS)
validation des hypothèses	validation H11 ; H'11	infirmation H21; H'21	validation H31

Exercice comptable	Résultats relatifs aux Rendements boursiers	Résultats relatifs au volume de transaction	Résultats relatifs aux fourchettes de prix
2003	<p>- des RAM (+) et (S) à t (-4); t (+2); t (+4).</p> <p>- les RAMC (+) et (S) pour toute la période d'événement.</p>	<p>-des VAM (+) et (S) à t (+3); t (+4) et t (+5).</p> <p>-les VAMC (+) et (S) à t (-15); t (-14).</p>	<p>-la seule diminution (S) de La FP est constatée à t (-1).</p> <p>-les variations de la FP deviennent (+) à partir de t (0); et (S) à t (+2).</p> <p>- FPAMC sont (+) et (S) pour la période t(+2; +10)</p>
Variation	variation (+)	variation (+)	variation (+)
signification	significative (S)	significative (S)	significative (S)
validation des hypothèses	validation H11 ; H'11	validation H21; H'21	infirmation H31 ; H'31

4.2 Réaction du marché autour de la date de publication des EFAD : Analyse sur toute la période

Période	Résultats relatifs aux Rendements boursiers	Résultats relatifs au volume de transaction	Résultats relatifs aux fourchettes de prix
2000-2003	- des RAM (+) et (S) à t (-9). - les RAM deviennent (-) et (S) à t (+4) ; t (+7). - les RAMC (-) et (S) à t (+12 ; t+15).	-des VAM (-) sont détectés sur la période d'évènement et sont (S) à t (-8). -la diminution persiste après la date de publication et sont (S) à t (+7). -les VAMC (-) et (NS) sur la période d'évènement.	-les FPAM sont à tendance (+) sur toute la période d'évènement, elles sont (+) et (S) pour la période t(-7 ; -4). - la seule diminution de la fourchette de prix est constatée à t (-1).
Variation	variation (-)	variation (-)	variation (+)
signification	significative (S)	non significative (NS)	significative (S)
validation des hypothèses	validation H11 ; H'11	infirmerie H21; H'21	infirmerie H31 ; H'31

4.3 Interprétation des résultats :

Pour les trois variables de mesures, nous constatons que :

- Le marché boursier Tunisien réagit à des dates éloignées de la date effective de publication. C'est l'effet d'anticipation qui s'explique par la disponibilité d'autres sources d'information permettant aux investisseurs de prévoir le contenu informatif des EFAD.

- La continuité des ajustements après la date de publication montre que le marché financier Tunisien incorpore tardivement les informations publiées ce qui met en cause l'hypothèse d'efficience des marchés.

Concernant les rendements boursiers, les résultats montrent que les cours s'ajustent à la publication des EFAD et sont les plus sensibles à cette divulgation. Aussi, les variations ne sont pas les mêmes d'un exercice à l'autre, elles sont tantôt positive tantôt négative, ceci s'explique par la nature de la nouvelle diffusée (mauvaise ou bonne nouvelle). Donc on peut conclure que le marché Tunisien réagit négativement suite à la divulgation des informations défavorables associée à une baisse anormale de rendements boursiers.

Ce résultat est en adéquation avec le résultat trouvé par Firth (1981) sur le marché américain et Cheung et al (2000) sur le marché de Hong Kong.

Toutefois ce résultat n'est pas conforme à celui trouvé par Elleuch(1998) sur le marché Tunisien pour la période allant de 1994 -1996. En fait, l'auteur a conclu quant à l'absence de réaction significative lors de l'annonce des EFAD. La divergence des résultats peut s'expliquer par l'instauration de la cotation électronique et les nouvelles normes comptables.

Pour la deuxième mesure de réaction du marché à savoir le volume de transaction, nous constatons que les variations en volume de transaction suivent le sens de variation des cours boursiers mais ces variations en volumes sont constatées à des dates différentes de celles constatées pour les rendements boursiers.

Enfin, nous constatons que pour la période antérieure à l'annonce des EFAD, la fourchette de prix est positive et significative indiquant ainsi le degré élevé d'asymétrie d'information entre les différents opérateurs du marché.

En fait, la fourchette de prix est le résultat de l'existence de l'asymétrie d'information et que l'accroissement du nombre d'initiés aura pour résultat un élargissement de la fourchette de prix afin de se prémunir contre les pertes potentielles.

L'augmentation de la fourchette de prix pendant la période antérieure à l'annonce des EFAD est en adéquation avec les résultats trouvés par Acker et al (2002) ; Libby et al (2002).

Une fourchette de prix négative détectée après la date de l'annonce est un indice de réduction de l'asymétrie d'information et de l'utilité des informations contenues dans les EFAD.

5. Conclusion:

Le développement du marché financier Tunisien et les exigences réglementaires édictées par les autorités boursières en matière d'information comptable et financière, ont constitué un avancé considérable sur la voie de développement de la communication financière. L'information est sans doute le maître mot de cette réforme.

Certes, le principal objectif est la communication des informations utiles et ponctuelles qui répondent aux besoins des investisseurs, des apporteurs de capitaux et des autres utilisateurs de l'information. C'est dans ce cadre que s'inscrit notre recherche qui investigate sur la pertinence des états financiers annuels définitifs pour le marché boursier Tunisien.

Pour accomplir cette étude, nous avons tout d'abord rappelé les différentes théories sous jacentes, ensuite nous avons mis en relief les travaux théoriques et empiriques traitant ce sujet.

Enfin, nous avons essayé de déceler l'utilité des informations comptables et financières contenues au niveau des états financiers annuels définitifs pour le marché financier Tunisien, en analysant la réaction de ce dernier à leurs divulgations.

Pour cela nous avons pris un échantillon de 113 sociétés Tunisiennes admises à la cote à la Bourse de Valeur Mobilière de Tunis pour une période de 4 ans soit de l'année 2000 -2003.

En faisant recours à la technique des études événementielles, nous avons défini les paramètres de l'étude, les mesures de réaction ainsi que les normes y afférentes et les tests statistiques.

A la lumière de notre recherche, nous nous sommes aperçus que le marché boursier Tunisien n'est pas efficient dans la forme semi forte.

En effet pour les trois variables de mesures le marché financier Tunisien réagit à des dates éloignées de la date de publication effective, donc les investisseurs anticipent le contenu informatif des EFAD. Ceci s'explique par la disponibilité des sources d'informations tel que les prévisions des dirigeants et des analystes, la publication des états financiers intermédiaires. Ces derniers permettant aux investisseurs de formuler leurs anticipations et de prévoir le contenu des états financiers.

D'autre part, la réaction du marché se poursuit après la date effective de publication, ceci nous indique que les investisseurs réagissent tardivement à la publication de l'information, et par conséquent, le marché n'intègre pas rapidement les nouvelles informations et se réajuste lentement.

En s'approchant beaucoup plus de nos résultats, nous constatons que le marché réagit à la publication des EFAD, toutefois cette réaction n'est pas concrétisée simultanément pour les trois mesures de réaction.

Deux raisons tentent à expliquer ce résultat :

- La modalité d'organisation du marché : un marché financier se distingue par le degré de consolidation des flux d'ordre, le niveau d'automatisation, le degré de continuité dans le processus de cotation, le niveau de transparence des transactions et le type des opérateurs y intervenant. Ces facteurs ont un impact sur la réaction du marché surtout pour un marché émergent comme le marché Tunisien.

- le degré d'asymétrie d'information entre les différents opérateurs du marché : les investisseurs moins informés procèdent à des modifications plus importantes de leurs anticipations que les investisseurs informés, entraînant ainsi un ajustement très significatif du volume de transaction mais pas nécessairement du prix.

En absence d'asymétrie d'information la réaction est plus significative au niveau des prix qu'au niveau de volume de transaction.

Ainsi, nous nous permettons de juger pertinent les informations contenues aux EFAD pour le marché boursier Tunisien à l'instar où un comportement anormal de l'une de trois variables de mesures de réaction (rendements boursiers, volume de transaction et fourchette de prix) est détecté. En fait, les EFAD ont un contenu informatif additionnel susceptible de provoquer une réaction du marché.

Comme tout travail de recherche ce dernier présente certaines limites surtout d'ordre méthodologique :

- Premièrement l'estimation du modèle du marché : les hypothèses relatives au modèle de marché ne sont pas toutes vérifiées ce qui met en évidence les faiblesses de ce modèle

- Deuxièmement, la présence d'informations concomitantes: l'un des problèmes majeurs rencontrés lors de la réalisation de cette étude réside dans la difficulté d'isoler l'événement étudié, à savoir la publication des EFAD. Il paraît dès lors, contestable d'imputer les réactions observées à la réalisation de cet événement.

- Troisièmement, la taille de l'échantillon est de 113 entreprises. Or pour les données de panel il est préférable d'élargir l'échantillon pour avoir des résultats plus fiables et plus crédibles.

Les résultats de notre étude, ouvrent plusieurs voies de recherches futures. Deux voies de recherches peuvent être avancées. D'une part, l'utilisation d'un modèle d'estimation autre que le modèle du marché permet d'avoir des résultats plus crédibles.

D'autre part, une étude plus complète du comportement du marché à la publication des informations comptables devrait prendre en considération les caractéristiques spécifiques à chaque firme. En fait, la taille de l'entreprise, son secteur d'activité, la structure de capital ainsi que le délai et la fréquence de publication des informations comptables peuvent dépendre l'ampleur de réaction du marché.

Bibliographie:

Atiase. R.K Baumber. L.S (1994): trading volume reaction to annual accounting earnings announcements. Journal of accounting and economics 17 (309; 329) (1994).

Affelack. G.J, Hedje S.P ET Miller. R.E (1994): « trading Mechanisms and a components of the bid – ask spread. » The journal of financial vol 49, N°4, Sept 1994, page 471 – 488.

Bamber. L.S et Cheon. Y.S (1995): « Differential price and volume reactions to accounting earnings announcements. The accounting review – vol 70 N°3, P 417 – 441

Bamber. L.S ; Barron. O.E. et Stober. T (1999) : « Differential interpretations and trading volume. » Journal of financial and quantitative analysis ; SEP 1999 ; 34,3 P 369 – 385

Bamber. L.S (1986): The information content of annual earnings releases. A trading volume approach. Journal of Accounting Research 1986 vol 24 P40 – 56.

Ball. R et Brown. P (1968): « An empirical investigation of accounting income numbers. » journal of accounting research, autumn, 1968, P 159- 178.

- Beaver. W (1968).** « The information content of annual earnings announcements » *Journal of accounting research*, supplement. 1968 P 67- 92
- Bahram. S.V (1996)** : le commissaire aux comptes et marchés financiers : études empiriques du rôle informationnel de l'auditeur légal. *Economica* 1996
- Brooks. M.R; Patel. A; Su. T (2003)**: How the Epuity Market Responds to unanticipated Events. *The Journal of business* Jan 2003, 71.6 P 109-133.
- Cormier. D, tremblay. D (1991)** : la comptabilité a la recherche d'assises scientifiques. *Economie et comptabilité* N°174 – Mars 1991.
- Cobbant. R (1997)** : Théorie du marché financier. *Encyclopédie des marchés financiers*, 2 éditions, *Economica* Paris P 1955 – 1977
- Charreaux. G (2000)** : Théorie financière : *Encyclopédie de comptabilité, contrôle de gestion et audit*, *Economica* 2000.
- Coulombe, D et Tondeur. H.(2001)** : Aspects contractuels de la comptabilité. Dans *faire de la recherche en comptabilité financière*. Coordonné par Pascal Dumontier et Robert Teller. Vuibert, FNEGE, 2001. P 193 – 210
- Cready. M.W; Mynatt .G.P (1991)**: The Information content of Annual Reports: A Price and Trading Response Analysis. *The Accounting Review* – vol 66 – N°2 P 291-312.
- Cheung. D.K.C et Heibatollah. S (2000)**: Price and trading volume Reaction: the case of Hong Kong comparnies earnings announcements. *Journal of Internationnal Accounting, Auditing and Taxation*. Vol 9. Issu 2000, P 19-42.
- Callahen. M.C, Lee. C.M.C et yohn. T.L (1997)**: « Accounting information and bid ask spreads. » *Accounting Horizons*, Dec 1997, N°4, P 50-60.
- Chan. H ; Faff.R; Ramby.A(2005)** : firm size and the information content of annual earning announcements : Austrialian evidence . *Journal of business finance and accounting* , vol 32(1-2) march 2005 p211-253
- Dumontier.P ; Raffournier. B (1989)** : l'information comptable pour qui ?pourquoi ? *Revue française de gestion*, Mars-avril 1989, P23-29
- Deegan, Craig (2001)** : Positive Accounting theory, *Financial accounting theory* p 201 – 243
- Dumontier. P ; Raffournier. B (2002)** : Accounting and capital Markets. A survey of the European evidence – *The Eurepean Accounting review* vol 11-1 P 119 – 151 (2002)
- Dumontier. P (2000)**: « Marché efficient et comptabilité » *Encyclopédie de comptabilité, contrôle de gestion et Audit*, *Economica*
- Dontoh. A ; Ronen. J (1999)**. Information coutent of Accounting Announcements. *The Accounting Review*, Oct 1993 ; 68-4. P 857-869.
- Desrochers. J (1991)** : « Bénéfice annuel et réaction boursière en canada » *Finéco*, Automne, 1991, P 61-79.
- Elleuch. S (2001)** : « Réaction du marché financière lors de l'annonce des informations comptables. *Etudes de quatre événements publiées sur le marché financier français*.
- Fama. E.F (1970)**: Efficient capital Market: A review of theory and empirical work. » *journal of finance*, vol 25, N°2, Mai 1970, P 383 – 417
- Firth. M. (1981)**: The relative Information coutent of the release of financial Results Data by firms. *Journal of Accounting research* vol 19 N°2 – Autumn 1981.
- Fama (1991)**: Efficient capital Market II : *The journal of Finance* , vol XLVI, N°5. Décembre 1991.
- Frost. C.A; Pownall. G (1994)**: A comparaison of the stock Price response to Earnings disclosures in the United States and the United Kingdom. *Contemporary Accounting Reserach* – Summer1994, 11.1 P 59-83.
- Grandin. P ; Jacquillat. B (2000)** : Impact de l'information financière sur le comportement des investisseurs. *Finance et développement du Maghreb* N°25 (2000) P 9 – 14
- Graves. J.A, Hedge. SP et Miller. R.E (1994)** : Trading Mechanisms and the componements of the bid ask spread. » *The journal of finance* vol 49, N°4, P 1471-1488.
- Glosten.L et Milgrom. P.R (1989)** : bid ask and transaction prices in a specialist market with heteroogeneously informed traders » *The journal of financial economics*, vol 14, 1985, P 71-100.
- Gongmeng .C ; Louis. T; Gao.C(2005)** : information content and timing of earning announcements . *Journal of business finance and accounting* vol 32(1-2) – march 2005 p 65-95.
- Hamon. J (1997)** : Efficiencie faible, efficiencie semi forte » *Encyclopédie des marches financiers*, Yves simon. 2 éditions, *Economica* Paris P 409 – 431
- Houchichi. W (2004)** : Market reaction to Annual Earning Announcements. The case of Euronext Paris. (Document Internet P 1-35).
- Huang. R.D et Stoll. H.R (1997)** : « The components of the bid. Ask spread A general Approach. » *The review of financial studies* winter 1997, vol 10 N°4 P 995-1034.
- Hamman. J (1997)** : « Microstructure des marchés » *Encyclopédie des marchés financiers*, *Economica* 1997.
- Hodgson. A ; Stevenson. C.P (2000)**: earnings, cash flows and returns, functional relation and the impact of firm size. *Accounting and finance* vol 40 p 51-73.
- Jacquillat. B et Solnik .B (1997)** : *Marché financier. : Gestion de portefeuille et de risque*, Dunod, Paris (1997) ; 3 édition, 395 p.

Kothari. S. P (2001). « Capital Market research in Accounting. » Journal of Accounting and Economics vol 31 – Issue 1 – 3 – SEP 2001 – p 105-231

Karpoff. J.M (1987): « The relation Between Price changes and Trading volume: A survey. » Journal of financial and quantitative Analysis- March 1987, vol 22, N°1, P 109-126.

Levasseur. M 1997. « Information comptable et marchés financiers » encyclopédie des marchés efficients Economica 1997.

Lee .M.C (2201): Market efficiency and Accounting research « a discussion of capital Market research in accounting by Kothari » Journal of Accounting and Economics vol 31 – issue 1- 3 Sept 2001 P 233 – 253

Libbby. T ; Mathien. R ; Robb. S (2002) : Earning Announcements and Infomation Asymetry : An Intra. Day Analysis. Contempoary Accounting research, Fall 2002, 19,3, P 449 – 472.

Lee. C.F et Rui. O.M (2000): « Does Trading volume contain information to Predict stock Returns? Evidence from china's stock Markets ? Review of quantitative finance and Accounting Jun 2000- vol 14 N°4 ; P 341-360

Lee. J et Krinsky. I (1996) : « Earnings annoucements and the componements of the bid ask spread. » the Journal of finance vol 51, N°4 P 1523-1535.

Lee. C.I et Mathur.I (1999): « The influence of Information arrival on market Microstructure: Evidence from three related market. The Financial Review 34 (1994). 1-26.

Lipson. M.L (2003): « Market microstructure and corparate finance. » Journal of corporate finance, vol 9, N°4, September 2003, P 378-384.

Madhaven. A (2000) : « Market Microstructure ,A Survey » Journal of financial Markets, vol 3, issue 3, P 205-258.

Madhaveu. A (2002) : Market Microstructure : a practitioner's guide financial analysts journal. Sep / Oct 2002 vol 58, N°5.

Moorse (1981): Price and Trading volume Reaction Sunounding Earnings Announcements: A closer Examination. Journal of Accounting Research vol 19 N°2, Autumn 1981.

Mai. H.N ; Tchemeni. E (1996) : Etudes d'évènement par les volumes : Méthodologies et comparaison. Cahier de recherche du CEREJ N°9610.

Martinez. I (1996) : « Les réactions du Marché Français lors de la publication des états financiers » Revue du Financier N°103-104 ; P 86-91.

Mahoney. P.G (2003) : Market Microstructure and market efficiency » Journal of corporation law, Summer 2003, vol 28, N°4.

Matoussi H ; Karra. A et Maghraoui. R (2004) : « Information asymmetry, disclosure level and securities liquidity in the BVMT. Finance India. April / may 2004, vol 18, 11 pages

Annexes:

TABLEAU 1

VARIABLES	DEFINITION DE LA NORME	MESURE DE REACTION
Rendements boursiers	<p>Modèle du marché</p> $R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \mu_{it} \quad t \in PES$ <p>Avec,</p> $R_{it} = \frac{C_{it} - C_{it-1}}{C_{it-1}} * 100$ <p>* C_{it} , C_{it-1} = les cours clôture journaliers du titre (i) à la date (t) et (t-1).</p> <p>* R_{mt} = rendement du portefeuille du marché à la date (t) mesure selon la</p> $R_{mt} = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}} * 100$ <p>* I_t, I_{t-1} : les indices du marché à la date t et t-1</p> <p>C_{it}, C_{it-1} = les cours clôture journaliers du titre</p>	<p>t € période d'évènement</p> <p>$RA_{it} = R_{it} - E(R_{it})$</p> <p>$RA_{it}$ = rendement anormal du titre i pendant la période t</p> <p>R_{it} = rendement observé du titre i au cours de la période t</p> <p>$E(R_{it})$ = rendement attendu du titre i au cours de la période t</p> <p>* $RAM_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N RA_{it}$</p> <p>Avec ;</p> <p>RAM_t = RA moyen au cours de la période t ;</p> <p>RA_{it} = RA de l'action i au cours de la période t ;</p> <p>N = le nombre d'annonces composant le portefeuille</p>

	<p>(i) à la date (t) et (t-1).</p> <p>R_{mt} = rendement du portefeuille du marché à la date (t) mesure selon la formule (2)</p> <p>α_i = ordonné de la droite de régression représentant le rendement du titre (i) en absence de rendement du marché.</p> <p>β_i = pente de la droite égale au coefficient de la volatilité du rendement du titre (i) par rapport au rendement du marché.</p> <p>μ_{it} = résidu de la régression qui traduit les variations de R_{it} indépendamment de R_{mt}</p> <p>$E(R_{it}) = A + B R_{mt} \quad t \in PEV$</p> <p>$E(R_{it})$: rendements attendus</p>	$RAMC_t = \sum_{t \in PEV} RAM_t$ <p>$RAMC_t$ = rendement anormal moyen cumulé sur la période d'événement</p>
Volume de transaction	<p>Modèle du marché</p> <p>$V_{it} = \alpha_i + \beta_i V_{mt} + e_{it} \quad t \in PES$</p> <p>$V_{it}$ = nombre de titres négociés de l'action (i) Durant la période (t) / nombre de titres de l'action (i) admis à la cote durant la période (t).</p> <p>$VMT : \frac{\text{nombre de titres négociés sur le marché à la date } t}{\text{le nombre de titres admis sur le marché à la date } t * 100}$</p> <p>$E(V_{it}) = a_i + b_i V_{mt} \quad t \in PEV$</p> <p>$E(V_{it})$: volume de transaction attendu</p>	<p>t ∈ période d'événement</p> <p>$VA_{it} = V_{it} - E(V_{it})$</p> <p>$VA_{it}$ = le volume anormal du titre i au jour (t) ;</p> <p>V_{it} = le volume du titre i au jour (t) ;</p> <p>$E(V_{it})$ = le volume espéré calculé chaque jour de la période d'événement.</p> <p>$VAM_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N VA_{it}$</p> <p>$VAMC_t = \sum_{t \in PEV} VAM_t$</p>
Fourchette de prix	<p>$E(PBAS_i) =$</p> $\frac{1}{N} \sum_{t=t_1}^{t=t_2} \frac{(ask_{it} - bid_{it})}{(ask_{it} + bid_{it}) / 2}$ <p>Avec,</p> <p>$E(PBAS_i)$ = proportionnel bid ask spread attendu du titre (i),</p> <p>ASK_{it} = le meilleur prix offert du titre (i) à la date (t),</p> <p>BID_{it} = le meilleur prix demandé du titre (i) à la date (t),</p> <p>N = nombre des observations entre t_1 et t_2 (t_1, t_2) = période d'estimation.</p>	<p>t ∈ période d'événement</p> <p>$PBASA_{it} = PBAS_{it} - E(PBAS_i)$</p> <p>Avec,</p> <p>$PBASA_{it}$ = proportionnel bid ask spread anormal du titre (i) à la date (t) ;</p> <p>$PBAS_{it}$ = proportionnel bid ask spread du titre (i) à la date (t)</p> <p>$E(PBAS_i)$ = proportionnel bid ask spread attendu du titre (i) à la date (t) calculé selon la formule</p> $PBAS_{it} = \frac{(ask_{it} - bid_{it})}{(ask_{it} + bid_{it}) / 2}$ <p>$PBASAM_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N PBASA_{it}$</p> <p>$PBASAC_t = \sum_{t \in PEV} PBASAM_t$</p>